

2 ANALYSES

1	La position extérieure globale du Luxembourg	120
1.1	Introduction	120
1.2	La position nette par catégorie d'actifs : vue d'ensemble	120
1.3	La position d'investissements directs	122
1.3.1	L'encours d'investissements directs du Luxembourg à l'étranger	123
1.3.2	L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg	124
1.4	La position d'investissements de portefeuille	125
1.4.1	La détention par des résidents de titres de portefeuille étrangers	127
1.4.2	La détention par des non-résidents de titres de portefeuille luxembourgeois	132
1.5	Les autres investissements (dépôts et crédits)	132
1.6	Conclusion	133
2	Résumé non technique du cahier d'étude « Baisse du pouvoir de négociation des travailleurs et hausse des préretraites en Europe »	135
3	Résumé non technique du cahier d'étude „Die Auswirkungen der wirtschafts- und Finanzmarktkrise auf luxemburgische Unternehmen : Ergebnisse einer Erhebung“	137
4	Résumé non technique d'un cahier d'étude « Spécialisation, filiales et succursales de banques étrangères au Luxembourg : une analyse des comptes financiers »	139



1 LA POSITION EXTÉRIÈRE GLOBALE DU LUXEMBOURG¹

1.1 INTRODUCTION

Dans un contexte de chute des cours boursiers consécutive à la crise financière internationale, les avoirs financiers extérieurs des résidents luxembourgeois ont baissé de 5,44 % pour atteindre 3 920 milliards d'euros à la fin de l'année 2008. La crise financière a eu un triple effet sur l'encours d'avoirs financiers extérieurs : d'une part, l'accroissement de l'incertitude a entraîné une modification de l'allocation de portefeuille au profit d'instruments financiers moins risqués, suivie d'un mouvement de rapatriement des capitaux. D'autre part, la baisse généralisée des cours d'actifs financiers sur les marchés financiers internationaux a généré un important effet négatif de valorisation. Ces trois effets ont également affecté les engagements financiers extérieurs qui se sont contractés de 5,34 % pour s'établir à 3 890 milliards d'euros à la fin de l'année 2008. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, dégage un excédent de 29,6 milliards d'euros en fin d'année 2008, soit 75 % du PIB. Par rapport à fin 2007 où elle atteignait encore 35,7 milliards (95 % du PIB), la position nette s'est nettement détériorée, après avoir subi d'importants effets négatifs de valorisation consécutifs à la crise financière internationale. Ces effets ont davantage affecté les avoirs extérieurs que les engagements.

Les données ne montrent cependant pas toute l'ampleur des effets de la crise sur les encours d'avoirs et d'engagements bruts en raison d'importantes modifications méthodologiques dans les sources des données de base servant à la compilation de certains actifs et passifs (notamment les investissements de portefeuille). Ces modifications ont en effet entraîné une révision à la hausse des encours d'investissements de portefeuille (à la fois pour les avoirs et pour les engagements) et de l'encours d'avoirs en autres investissements. Les nouvelles sources consistent, à partir de décembre 2008, en l'utilisation de la base de données centralisée des titres (Centralised Securities Database ou CSDB en sigle) et du nouveau système de déclaration titre par titre pour les investissements de portefeuille. L'encadré ci-dessous explique en détails les implications de ce nouveau système de collecte. Notons d'emblée que les effets sur la position nette sont quasi-nuls en raison de fortes compensations entre rubriques d'actifs et passifs. A titre d'exemple, la révision à la hausse de 60 milliards dans l'encours d'obligations émises par le Luxembourg est compensée à due concurrence par une révision à la hausse de l'encours d'avoirs en autres investissements (prêts octroyés à des non-résidents).

La présente note analyse d'abord les évolutions récentes de la position extérieure du Luxembourg, dans un contexte de crise financière, en montrant l'ampleur de facteurs (flux financiers et effets de valorisation) qui ont été à la base de ces développements. L'analyse présente ensuite la structure de la position extérieure, selon ses trois principales composantes, à savoir les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements. La ventilation par secteur économique et par zone géographique de différents avoirs et engagements financiers y est enfin abordée.

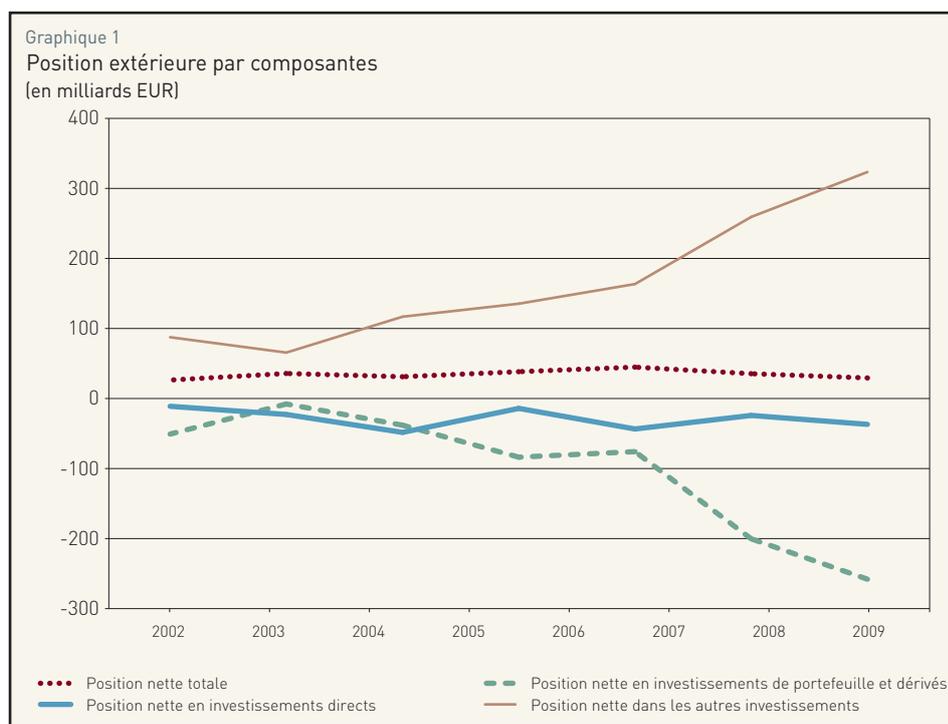
1.2 LA POSITION NETTE PAR CATÉGORIE D'ACTIFS : VUE D'ENSEMBLE

Dans les différentes composantes de la position extérieure, les investissements directs et les investissements de portefeuille ont contribué largement à la détérioration de la position nette, tandis que les autres investissements et les produits financiers dérivés ont apporté une contribution positive.

Le déficit de la position nette en investissements directs s'est accru de 12,7 milliards pour atteindre 36,6 milliards d'euros fin 2008. L'essentiel de cette hausse provient d'un effet de valorisation de 34 milliards qui n'a été compensé que partiellement par un effet flux net positif de 21 milliards d'euros.

¹ Note rédigée par Albert Lendele - Kola

Les investissements de portefeuille ont affiché une position nette débitrice de 262 milliards fin 2008, en hausse de 69 milliards par rapport à fin 2007. Les effets de valorisation ont pesé pour 45 milliards, soit 24 %, sur la position nette en investissements de portefeuille. Les avoirs et les engagements de portefeuille se sont en effet contractés respectivement de 22 % et de 17 %, à la fois sous l'effet d'une chute des cours boursiers et d'un rapatriement de capitaux.



Source : BCL

Les autres investissements (dépôts et crédits classiques) ont enregistré une position nette créditrice de 323 milliards d'euros fin 2008, en hausse de 64 milliards sur un an. Tant les institutions financières monétaires (BCL incluse) que les autres secteurs ont augmenté leurs avoirs nets (respectivement de 46 milliards et de 18 milliards).



Sources : Bloomberg, calculs BCL

Tableau 1

Evolution de la position extérieure globale du Luxembourg entre fin 2007 et fin 2008 (en milliards EUR)

	Stocks à fin 2007 ¹⁾	Flux de balance de paiement ²⁾	Variations dues aux cours de change et de bourse et autres ajustements ²⁾	Stocks à fin 2008 ¹⁾
Position extérieure nette	35,7	1,8	-7,9	29,6
Avoirs extérieurs bruts	4 145,4	14,3	-239,9	3 919,8
Engagements extérieurs bruts	-4 109,7	-12,5	232,0	-3 890,2
Investissements directs	-23,9	21,4	-34,2	-36,6
Luxembourgeois à l'étranger	995,8	102,8	-45,4	1 053,2
Etrangers au Luxembourg	-1 019,7	-81	11,2	-1 089,8
Investissements de portefeuille	-192,9	-23,4	-45,5	-261,9
Titres étrangers	1 958,2	-120,9	-313,8	1 523,5
Titres luxembourgeois	-2 151,1	97,5	268,3	-1 785,3
Produits dérivés	-7,0	14,2	-2,9	4,3
Créances	9,6	5,0	4,9	19,4
Engagements	-16,6	9,3	-7,8	-15,1
Autres investissements	259,4	-10,5	74,6	323,5
Créances	1 181,8	27,4	114,3	1 323,4
Engagements	-922,4	-37,9	-39,7	-1 000,0
Avoirs de réserve	0,140	0,090	0,057	0,287

Source : BCL

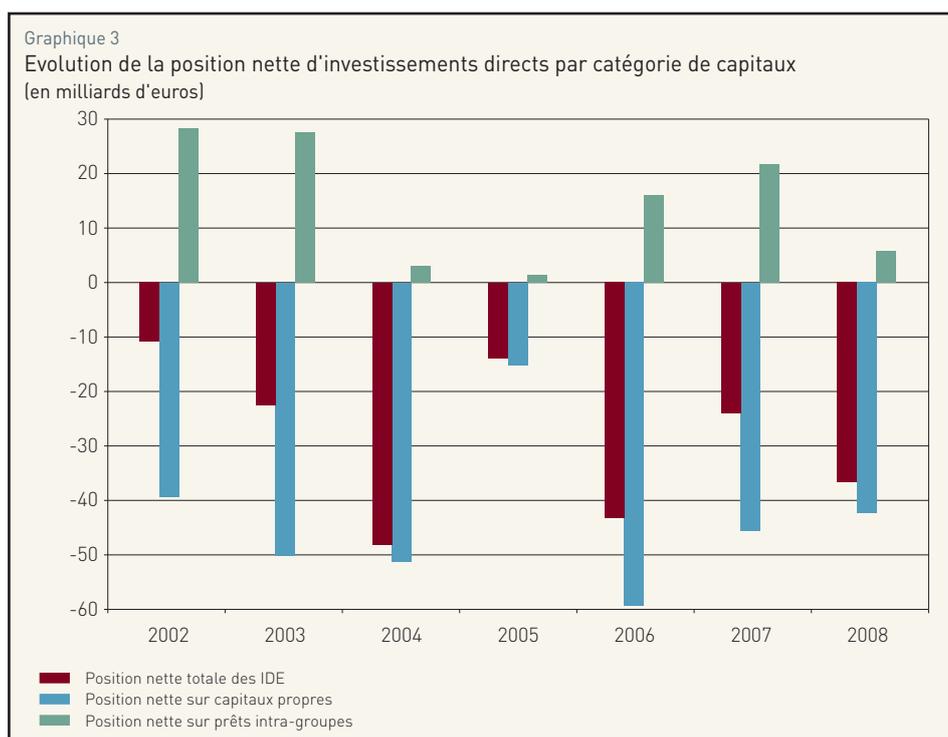
1) Pour les stocks, un signe négatif représente un engagement et un signe positif une créance.

2) Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une augmentation des engagements et à une diminution des avoirs, un signe positif traduit une hausse des créances et une diminution des engagements.

1.3 LA POSITION D'INVESTISSEMENTS DIRECTS

A la fin de l'année 2008, la position nette en investissements directs est restée débitrice comme pour les années précédentes. Le déficit atteint 36,6 milliards d'euros fin 2008 contre 23,9 milliards fin 2007. La structure des capitaux d'investissements directs montre que cette position nette négative résulte avant

tout de l'encours de capitaux propres. Sur cette sous-rubrique, la position nette est débitrice de 42 milliards d'euros à fin 2008 contre 45 milliards d'euros à fin 2007. Au niveau des autres capitaux (prêts entre affiliés), la position nette créditrice a fortement chuté à 5,7 milliards d'euros à fin 2008 contre 21 milliards à la fin de l'année 2007. Cette dernière évolution, qui est en partie à la base de l'accroissement de la position débitrice totale en investissements directs, s'explique par une importante hausse de la dette intra-groupe d'une grande entreprise résidente.



Source : BCL/STATEC

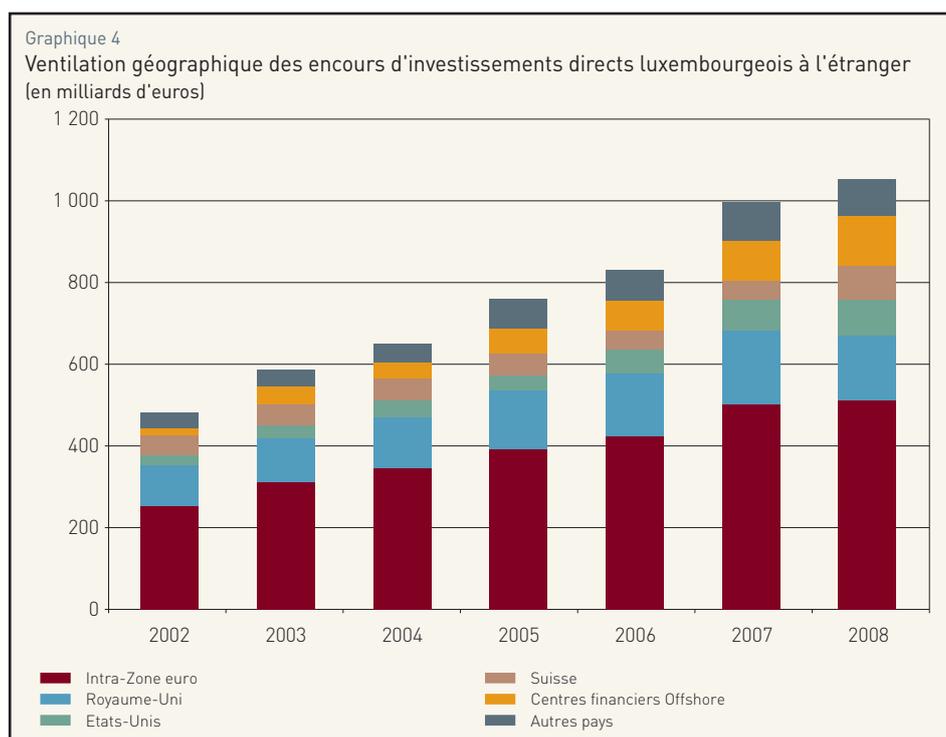
1.3.1 L'encours d'investissements directs du Luxembourg à l'étranger

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'est établi à 1 053 milliards d'euros fin 2008, en hausse de 5,8% par rapport à l'année précédente. Cette progression s'explique par les flux de nouveaux investissements réalisés en 2008 (103 milliards) tels que recensés dans la balance des paiements. La progression de l'encours aurait encore été plus forte s'il n'avait pas subi un effet négatif de valorisation à concurrence de 45 milliards (-4,6%) résultant d'une baisse généralisée des cours boursiers en 2008.

La structure du stock d'investissements directs à l'étranger reste, comme les années précédentes, dominée par les capitaux propres qui se chiffrent à 862 milliards d'euros à fin 2008 (soit 82% de l'encours total). Les autres capitaux se sont établis à 178,5 milliards fin 2008 et leur part dans l'encours total (17%) a progressé de 2 points entre fin 2007 et fin 2008. La part des investissements immobiliers reste stable à 1% de l'encours total (soit 12 milliards).

Comme les années précédentes, la ventilation par secteur économique résident de l'encours d'investissements directs à l'étranger confirme la prépondérance des entités financières spécialisées (SPEs ou «Special Purpose Entities»). Ces entités regroupent essentiellement les sociétés holdings et les sociétés de participation financière (SOPARFI). Sur 1 053 milliards d'euros d'encours d'investissements directs à fin 2008, 963 milliards (91%) sont détenus par les SPEs. En dehors de ces entités, l'encours s'établit à 90 milliards d'euros dont 10 milliards proviennent du secteur bancaire, 68 milliards pour les sociétés non financières et 12 milliards pour les placements immobiliers de certains fonds d'investissement.

La répartition par pays de destination des encours d'investissements directs luxembourgeois montre une légère baisse des investissements dans la zone euro dont la part dans les encours totaux est en baisse constante depuis 2005 pour s'établir à 48% fin 2008. La part des encours investis dans les pays «extra-zone euro» est par conséquent en hausse régulière. Parmi ces derniers pays, le Royaume-Uni (15% de l'encours total de fin 2008), les Centres financiers offshore (11%), les Etats-Unis (8%) et la Suisse (8%) sont les principales destinations (voir graphique). La place particulière occupée par les Centres financiers offshore est à mettre en relation avec les SPEs dont les investissements dans ces pays sont motivés par des considérations fiscales et de structuration des groupes. En excluant les SPEs, la part des pays «extra-zone euro» augmente fortement en 2008 (de 52% à 92%) et le classement change: la Suisse devient la première (43%) destination «extra-zone euro», suivie par les Etats-Unis (5,7%), le Royaume-Uni (4,8%), le Canada (3,5%) et le Brésil (2,6%). La place particulièrement importante occupée par la Suisse, dont la quote-part passe de 1,5% en 2007 (1,5 milliard) à 43% en 2008 (38 milliards), est liée en grande partie à la réorganisation du contrôle des participations d'un grand groupe résident.

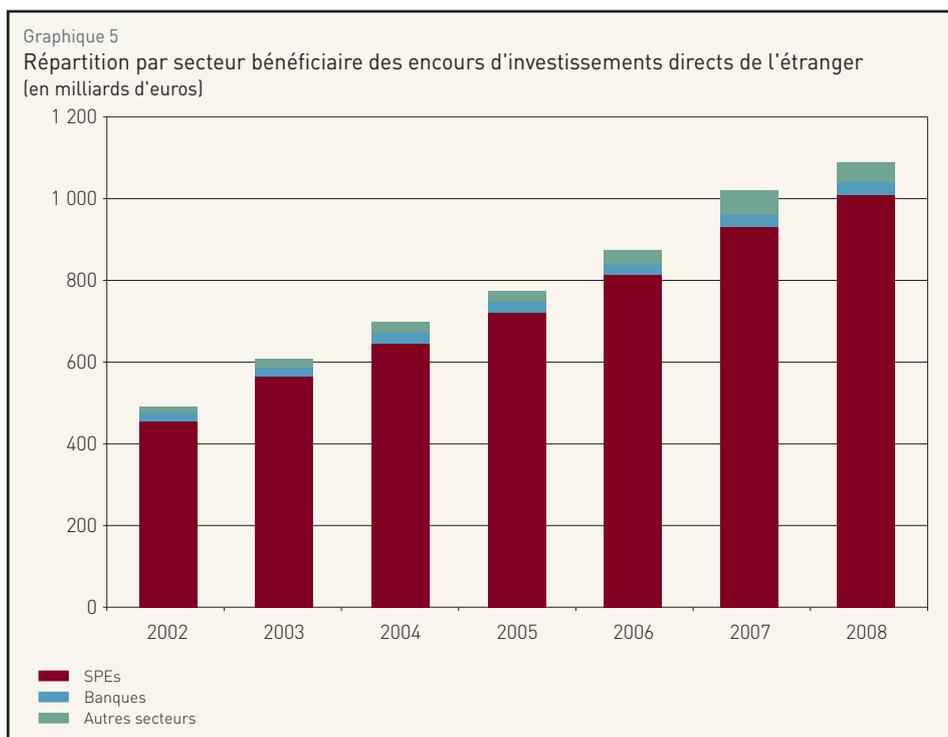


Source : BCL/STATEC

1.3.2 L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg

L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg s'est établi à 1 090 milliards d'euros fin 2008 contre 1 020 milliards l'année précédente. Cette hausse de 6,9% est due aux nouveaux flux entrants (81 milliards) recensés en 2008. Les effets de réévaluation ont été négatifs (-11 milliards) suite au recul des cours boursiers en 2008. La répartition par secteur bénéficiaire montre une concentration des investissements dans les SPEs dont l'encours est estimé à 1 009 milliards d'euros (92,6% du total) à la fin de l'année 2008. En dehors des SPEs, le stock d'investissements directs atteint 80 milliards d'euros dont 30 milliards dans le secteur bancaire résident et 50 milliards dans les autres secteurs.

S'agissant de l'origine des investisseurs, les données incluant tous les secteurs résidents laissent apparaître qu'à fin 2008, les encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg sont détenus à 25% par les entreprises établies dans la zone euro et à 75% par les non-résidents de la zone euro. Parmi ces derniers, les maisons mères établies au Royaume-Uni, avec 45% de l'encours total, constituent la première source d'investissements directs au Luxembourg, suivie par les Centres financiers offshore (14%), les Etats-Unis (10%) et la Suisse (1%). En excluant les SPEs, les proportions se modifient significativement: sur un total de 80 milliards d'euros du stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg, les entreprises implantées dans la zone euro détiennent 34% (soit 27 milliards). En dehors de la Zone euro, c'est le Royaume-Uni qui reste le premier pays investisseur (mais sa part relative passe à 14,5% soit 11,6 milliards), suivi par les Etats-Unis (8% soit 6,6 milliards), la Suède (3%) et la Suisse (2%).



Source : BCL/STATEC



Source : BCL/STATEC

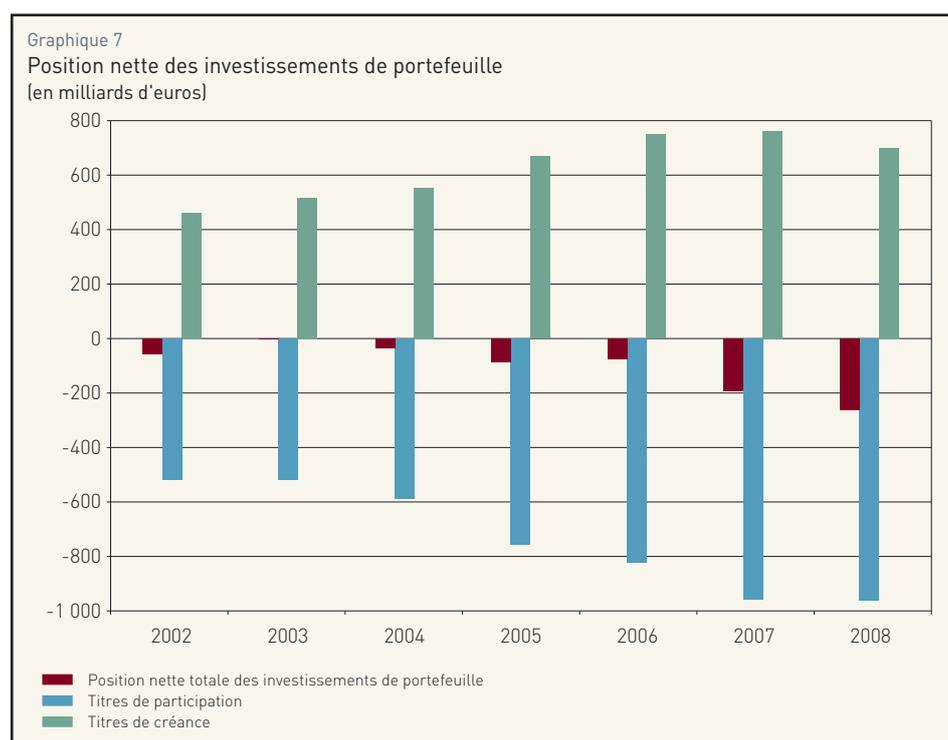
1.4 LA POSITION D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE

A la fin de l'année 2008, la position nette dans les valeurs mobilières accentue son déficit qui atteint 262 milliards d'euros, contre 193 milliards à la fin de 2007. La contribution négative des flux de balance des paiements à cette dégradation s'établit à 23,4 milliards (sur un total de 69 milliards), le montant restant s'expliquant à la fois par des effets négatifs de valorisation et de révision.

L'incertitude provoquée par la crise financière a en effet engendré un comportement de méfiance des investisseurs vis-à-vis des titres étrangers. Les résidents ont rapatrié 120,9 milliards d'euros, dont 59 milliards par la vente nette d'actions étrangères et 61,8 milliards d'euros par la vente de titres de créance. Les non-résidents ont également procédé à d'importants rapatriements des capitaux placés dans les titres luxembourgeois (essentiellement des parts d'OPC), occasionnant des sorties nettes de 97,5 milliards d'euros sur toute l'année 2008. Comme les rapatriements des capitaux de résidents ont dépassé ceux des non-résidents, les flux de balance des paiements ont creusé davantage (à concurrence de 23 milliards pour rappel) la position nette négative dans les investissements de portefeuille.

La chute des cours de marchés financiers, qui a été particulièrement importante en 2008, a dégradé la position-titres de 60 milliards tandis que les variations des cours de change² ont amélioré la position nette de 15,5 milliards.

La décomposition de la position par type de titres montre que pour les actions, l'impact net des effets de valorisation, de révision et de flux a été quasi-neutre, de sorte que la position nette négative sur actions n'a progressé que de 6 milliards en atteignant 962 milliards à la fin de l'année 2008. En revanche pour les titres de dette, l'impact net des effets de valorisation et des flux s'est quasi-compensé, de sorte que la détérioration de 63 milliards dans la position créditrice (700 milliards à la fin de l'année 2008) s'explique essentiellement par un effet de révision.



Source : BCL

2 Par rapport aux quatre principales devises dans lesquelles sont libellés les avoirs et les engagements financiers extérieurs du Luxembourg, entre fin décembre 2007 et fin décembre 2008, l'euro s'est déprécié de 5,5% par rapport au USD, de 10% par rapport au CHF, et de 23,5% par rapport au JPY. L'euro s'est par contre apprécié de 30% par rapport au GBP. Au total, l'effet positif de la dépréciation a dépassé l'effet négatif de l'appréciation.

Encadré 1

BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE : NOUVELLE MÉTHODOLOGIE À PARTIR DE DÉCEMBRE 2008¹

A partir de décembre 2008, une nouvelle méthodologie est mise en œuvre pour produire la position extérieure ainsi que les revenus d'investissements du Luxembourg, ce qui entraîne une rupture de série. Le volet méthodologique de l'opération a été explicité dans le bulletin 2008/1 de la BCL – analyse « Revenus des investissements dans la balance des paiements du Luxembourg » – p. 91.

En bref, avec l'ancienne méthode, la BCL appliquait aux positions d'investissement de portefeuille des « *benchmark yields* » par pays émetteur et type de titre. Avec la nouvelle méthode, les revenus sont directement calculés au niveau du titre. Pour les titres de créance, on utilise le taux d'intérêt en vigueur au moment de l'émission (approche « débiteur »). La révision des revenus des investissements résulte, d'une part, d'une modification des positions à partir desquelles sont calculés les revenus, d'autre part, du changement de calcul des revenus à partir des positions.

Tableau 1
Position extérieure en investissements de portefeuille au 31/12/2008 (en milliards d'euros)

	Avoirs	révision	Engagements	révision
Investissements de portefeuille	1 523,5	+37,3	1 785,3	+132,2
dont actions	544,5	+11,2	1 506,6	+76,2
dont obligations	752,5	-28,0	266,3	+60,3
dont titre du marché monétaire	226,5	+54,1	12,3	-4,3

Sources : BCL, STATEC

Lecture : les avoirs extérieurs en actions (investissements de portefeuille) s'élèvent à 544,5 milliards d'euros au 31/12/2008. C'est 11,2 milliards de plus que lors de la première estimation (juin 2009).

Tableau 2
Revenus des investissements 2009 S1 (en milliards d'euros)

	Crédit	révision	Débit	révision	Net	révision
Revenus des investissements de portefeuille	28,1	+1,7	33,4	+6,7	-5,3	-5,0
dont actions	10,0	-1,6	26,0	-0,4	-16,0	-1,2
dont obligations	14,3	+1,6	7,1	+6,9	7,2	-5,2
dont titre du marché monétaire	3,7	+1,6	0,3	+0,2	3,4	+1,4
Revenus des autres investissements	13,2	+4,7	7,3	-0,9	5,9	+5,6
Ensemble	41,3	+6,4	40,7	+5,8	0,6	+0,6

Sources : BCL, STATEC

TITRES DE CRÉANCE ÉMIS AU LUXEMBOURG

L'encours des émissions luxembourgeoises de titres de créance a été fortement revu à la hausse grâce à l'utilisation de la base de données centralisée des titres (*Centralised Securities Database*). La CSDB est une base de données qui couvre notamment, à partir de sources commerciales et internes au SEBC, les titres de créance et de participation émis par des résidents de la zone euro. Ainsi la BCL a pu couvrir les titres émis par les résidents luxembourgeois et non cotés à la bourse de Luxembourg. Cette dernière était jusqu'alors la principale source pour estimer les émissions luxembourgeoises. Ces émissions génèrent des revenus d'intérêts (débits) dans la balance des paiements car la plupart des souscripteurs sont non résidents.

¹ Encadré rédigé par Paul Feuvrier.

La contrepartie de ces émissions consiste généralement en des prêts et des dépôts à l'étranger. Ces prêts (qui prennent souvent la forme de prêts intra-groupe) génèrent à leur tour des revenus d'intérêts (crédits) pour un montant équivalent dégageant un solde extérieur négligeable. Les revenus des autres investissements des OPC sont également révisés (à la baisse) si bien que la révision au crédit se limite à +4,7 milliards contre +6,9 au débit des investissements de portefeuille – obligations.

ENGAGEMENT DES OPC RÉSIDENTS

Les engagements luxembourgeois vis-à-vis du reste du monde représentent les émissions luxembourgeoises nettes des détentions résidentes. La majeure partie de ces engagements luxembourgeois en investissements de portefeuille est constituée d'émissions de parts d'OPC. A cet égard, la nouvelle collecte « titre par titre » conduit à une révision à la baisse des avoirs résidents en titres résidents et donc à une révision à la hausse des engagements. Auparavant, l'estimation de la détention résidente de parts d'OPC était réalisée à partir de données agrégées moins précises.

AVOIRS DES BANQUES ET DES OPC

Enfin, à l'actif des OPC et des banques, la part des titres du marché monétaire est également revue à la hausse, ce que compense partiellement une révision à la baisse des obligations (d'une maturité initiale supérieure à un an). Cette révision à la baisse de la position en obligations (avoirs) n'empêche pas les revenus afférents d'être revus (au crédit) à la hausse. Les taux d'intérêt du marché en 2009 (utilisés dans l'ancienne méthode pour l'approche « créateur ») sont en effet historiquement bas, alors que les banques et les OPC gardent en portefeuille des titres anciens pouvant générer des revenus élevés (approche « débiteur »).

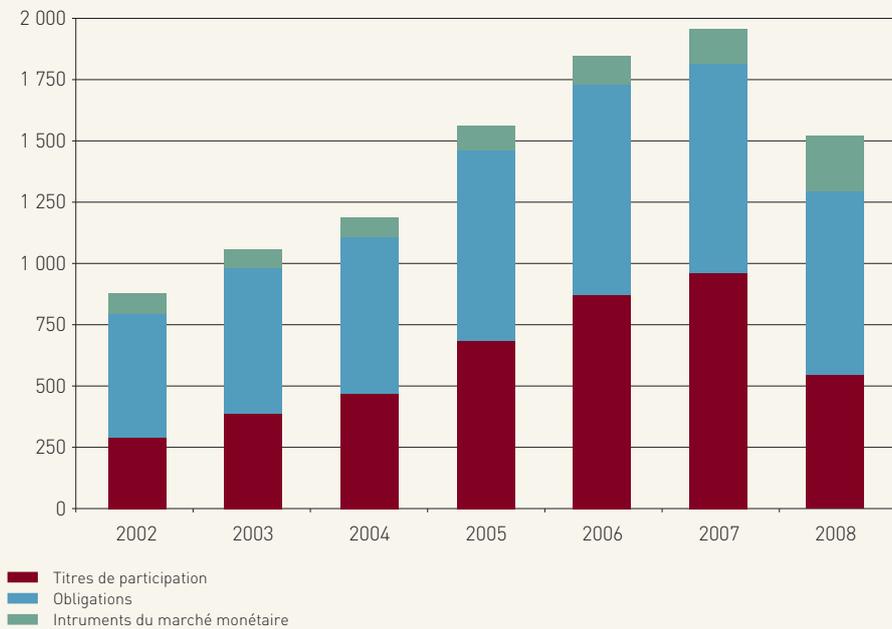
1.4.1 La détention par des résidents de titres de portefeuille étrangers

Le portefeuille de titres étrangers détenus par des résidents atteint 1 523 milliards d'euros fin 2008 contre 1 958 milliards à la fin de 2007. Cette contraction de 434,7 milliards (22%) s'explique surtout par des effets de valorisation fortement négatifs (-351 milliards, soit -18%) mais aussi par des ventes nettes (-120,9 milliards) des résidents au cours de l'année. L'impact négatif sur l'encours total a toutefois été atténué par une révision statistique à la hausse de 37 milliards (voir encadré). Suite à l'incertitude accrue résultant de la crise, les résidents ont modifié l'allocation de leur portefeuille en préférant davantage les instruments financiers les moins risqués. Ainsi ils ont réduit la part d'actions à 35,7% fin 2008 (contre 49% en 2007) tout en augmentant celle des obligations (49% contre 43,6% fin 2007) et celle des instruments du marché monétaire (14,9% fin 2008, contre 8,4% fin 2007).

L'encours d'avoirs en actions étrangères se contracte de 415 milliards (-43%) pour s'établir à 544,5 milliards à la fin de 2008. Cette importante baisse s'explique par des ventes nettes d'actions étrangères (59 milliards) mais aussi et surtout par des effets négatifs de valorisation de 410 milliards d'euros (-42,7%), résultat de la chute marquée des cours boursiers durant l'année 2008. Ces effets négatifs de valorisation ont toutefois été atténués (à concurrence de 11 milliards) par un ajustement statistique positif (voir encadré).

Le stock de titres de créance (obligations et instruments du marché monétaire) atteint 979 milliards d'euros fin 2008, soit une réduction de 19 milliards (-1,9%) par rapport au niveau de 2007. Fin 2008, l'encours d'obligations étrangères s'élève à 752,5 milliards, soit une baisse de 102 milliards (-11,9%) dont 84 milliards s'expliquent par des ventes nettes et 17 milliards (-2,1%) par des effets négatifs de valorisation. L'encours d'instruments du marché monétaire s'établit à 226,5 milliards d'euros fin 2008, soit une progression de 82 milliards (+57,5%) dont 22 milliards de nouveaux achats.

Graphique 8
Encours de titres étrangers détenus par les résidents
(en milliards d'euros)



Source : BCL/STATEC

Finalement, les investissements des résidents restent orientés vers les pays membres de la zone euro qui voit sa part augmenter à 49 % en 2008 (contre 45 % en 2007 cf. encadré ci-dessous). Les Etats-Unis et le Royaume-Uni, avec respectivement 17 % (soit 260 milliards sur un total de 1 523 milliards) et 7 % (114 milliards), constituent la deuxième et la troisième destination des avoirs de portefeuille luxembourgeois. Viennent ensuite les centres financiers offshore (7 %, soit 100 milliards), le Japon (3 %, soit 43 milliards), la Suède (2 %, soit 36 milliards) et la Suisse (2 %, soit 28 milliards).

Encadré 2

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DU LUXEMBOURG¹

LES AVOIRS

Le stock total des investissements de portefeuille du Luxembourg vis-à-vis de l'étranger est estimé à 1 523 milliards d'euros à fin 2008 (1 958 milliards d'euros en 2007), dont 36 % sont des titres de participation (49 % en 2007) et 64 % sont des titres de créance (51 % en 2007)².

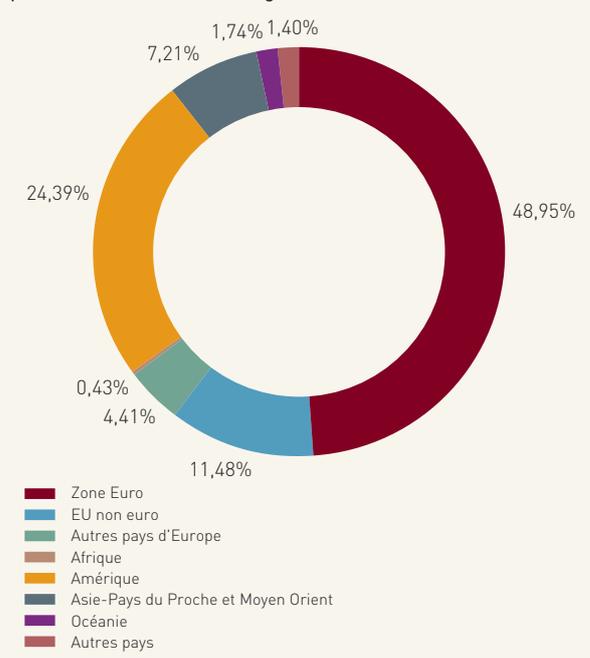
Bien que ces investissements soient répartis dans un grand nombre de pays³, on observe une forte concentration d'actifs dans les pays industrialisés, notamment dans la zone euro. En effet, près de la moitié des titres constituant le portefeuille du Luxembourg sont des titres émis par les pays de la zone euro. Parmi ces titres, 24 % sont des titres de participation (36 % en 2007) et 76 % sont des titres de créance (64 % en 2007).

1 Encadré rédigé par Anh-Tuan BUI.

2 Les détails des données sont disponibles sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu): Tableau 11.3 « Position extérieure globale du Luxembourg : Investissements de portefeuille par type d'instruments ».

3 Voir tableau 11.6 sur le site Internet de la BCL « Ventilation géographique détaillée des avoirs de portefeuille détenus par les résidents luxembourgeois ».

Graphique 2
Répartition géographique des investissements de portefeuille du Luxembourg fin 2008



Source : BCL

Au sein de la zone euro, l'Allemagne, la France et l'Italie constituent les principaux pays d'investissement pour le Luxembourg. Ainsi les titres d'émetteurs allemands détenus par le Luxembourg s'élèvent à 204 milliards d'euros et représentent 27 % des investissements luxembourgeois dans la zone euro (Tableau 1).

Tableau 1
Investissements de portefeuille du Luxembourg dans la zone euro (en millions d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AT	12 899	14 105	14 920	17 340	22 017	24 988	25 660	23 149
BE	32 227	31 497	30 636	34 578	41 819	44 547	46 281	34 293
CY	167	147	248	383	627	1 022	1 783	849
FI	10 170	7 897	8 464	12 523	11 895	13 250	14 841	11 549
FR	67 159	66 025	94 357	102 521	136 676	167 596	170 571	163 169
DE	170 317	163 309	168 468	169 161	218 898	231 054	250 694	203 805
GR	4 706	5 817	7 918	13 704	13 936	16 616	16 059	13 421
IE	13 572	13 889	19 645	24 346	32 453	47 043	54 780	53 390
IT	53 329	64 046	85 032	95 662	105 881	124 140	128 604	93 416
MT	7	8	10	7	4	93	124	122
NL	61 471	59 997	64 638	64 202	80 708	88 618	90 651	80 130
PT	3 429	3 747	5 386	7 064	8 177	8 870	10 221	9 056
SI	210	219	300	253	413	571	449	331
ES	26 964	22 399	26 592	43 937	63 307	74 346	80 194	59 068
TOTAL ZONE EURO	456 627	453 103	526 613	585 681	736 810	842 755	890 911	745 749
TOTAL INVESTISSEMENT	931 140	880 510	1 055 585	1 186 634	1 560 499	1 846 950	1 958 160	1 523 464

Sources : FMI, BCL

À l'instar des années précédentes, les deux principales destinations des investissements luxembourgeois en 2008, en dehors de la zone euro, sont les États-Unis et le Royaume-Uni. En tenant compte de la variation du taux de change du dollar américain par rapport à l'euro, la part détenue en titres américains a diminué de près de 17 %. Elle est estimée à 260 milliards d'euros, dont 39 % sont des actions et 61 % des obligations. A noter que les obligations américaines sont devenues majoritaires dans le portefeuille luxembourgeois pour la première fois depuis 2003, (et depuis 2004 en ce qui concerne des titres émis par le Royaume-Uni).

Puisque le ralentissement économique et la crise financière touchent également les pays émergents à forte croissance économique, les investissements du Luxembourg dans le BRIC⁴, estimés à 45 milliards d'euros en 2008, affichent une baisse significative par rapport à l'année précédente. En effet, la valeur des titres détenus et émis par ces pays a accusé une diminution de près de 57 %. La plus forte baisse concerne l'Inde dont la valeur des titres émis et détenus au Luxembourg a diminué de 70 %.

Dans l'ensemble, le Luxembourg investit majoritairement en actions dans la plupart des pays asiatiques, notamment en Chine, en Inde et au Japon, tandis que sur les marchés américains, les investissements sont plutôt orientés vers les titres de créance.

Concernant la Chine en particulier, les investissements du Luxembourg dans ce pays avaient connu une forte progression ces dernières années, Cependant, en 2008, à l'instar des autres places financières internationales, la bourse chinoise est plombée par des inquiétudes sur un ralentissement de la croissance économique. En un an, l'indice SHCOMP (Shanghai Stock

4 BRIC : Brésil, Russie, Inde et Chine.

Exchange Composite Index) avait perdu plus de 65% de sa valeur de fin 2007. La même situation a été également observée dans d'autres pays émergents. Malgré un fléchissement au niveau des investissements luxembourgeois dans l'économie du Japon, observé depuis 2006, ce pays reste le premier pays d'investissement du Luxembourg en Asie, loin devant la Chine et l'Inde. La valeur des titres japonais détenus par le Luxembourg est estimée à 43,6 milliards d'euros, soit une diminution de 26,7% par rapport à 2007. Le Japon est d'ailleurs classé troisième, derrière les États-Unis et les îles Caimans, selon le classement des principaux pays d'investissement hors Union européenne du Luxembourg.

Selon les résultats de l'enquête CPIS⁵ se référant à l'année 2007, le stock mondial d'investissement de portefeuille en actions et titres de créance est estimé à 26 597 milliards d'euros à fin 2007, soit une augmentation de 9% par rapport à fin 2006. Ce stock est composé de 43,8% de titres de participation et de 56,2% de titres de créance dont 86% sont des dettes à long terme.

Tableau 2

Classement des principaux détenteurs de titres internationaux d'investissements de portefeuille (en milliards d'euros)

Rang	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
1	US	2,614	US	2,142	US	2,482	US	2,764	US	3,892	US	4,535	US	4,885
2	GB	1,480	JP	1,330	JP	1,363	GB	1,549	GB	2,012	GB	2,330	GB	2,332
3	JP	1,463	GB	1,297	GB	1,322	JP	1,475	JP	1,793	LU	1,846	FR	2,036
4	LU	931	FR	889	FR	1,084	FR	1,283	FR	1,574	FR	1,844	LU	1,958
5	DE	898	LU	881	LU	1,056	LU	1,187	LU	1,560	JP	1,779	DE	1,791
6	FR	806	DE	856	DE	954	DE	1,113	DE	1,314	DE	1,471	JP	1,714
7	IT	626	IT	568	IE	661	IE	787	IE	1,002	IE	1,210	IE	1,338
8	CH	555	IE	547	IT	626	NL	731	NL	933	NL	959	NL	1,005
9	NL	551	NL	544	NL	624	IT	671	IT	832	IT	866	IT	844
10	IE	491	CH	497	CH	518	CH	557	CH	616	CH	669	CH	719
11	BE	318	BE	304	ES	336	ES	380	ES	493	BE	514	BE	563
12	CA	296	ES	257	BE	328	BE	373	BE	467	ES	506	HK	529
13	HK	233	HK	233	HK	265	HK	294	CA	398	CA	468	CA	526
14	ES	196	CA	228	CA	256	CA	280	HK	370	HK	450	ES	508
15	BM	184	BM	179	BM	201	BM	227	BM	332	BM	341	BM	390
Autres pays		3 152		2 584		2 377		2 504		3 668		3 650		5 460
Total		14 423		13 460		15 080		17 081		21 916		24 595		26 597

Sources : FMI, BCL

Le Luxembourg s'était classé quatrième en termes de volume de titres étrangers détenus, derrière les États-Unis, le Royaume-Uni et la France mais devant l'Allemagne et le Japon. Le Luxembourg détenait des titres étrangers pour une valeur estimée à 1 958 milliards d'euros, soit 7,4% du stock mondial, estimé à 26 597 milliards d'euros (Tableau 2).

En 2007, les pays membres de la zone euro détiennent 40% du stock mondial, ce qui les place au premier rang des créanciers mondiaux en titres d'investissements de portefeuille.

5 Coordinated Portfolio Investment Survey : l'Enquête Coordonnée de l'Investissement de Portefeuille, organisée annuellement par le Fonds Monétaire International. Les dernières données disponibles de cette enquête se réfèrent à l'année 2007.

LES ENGAGEMENTS

D'un point de vue méthodologique, il est difficile de connaître les détenteurs étrangers de titres nationaux. Ainsi, l'un des objectifs de l'enquête CPIS est d'établir des statistiques « miroir » permettant à chaque pays contributeur de connaître les détenteurs non-résidents des titres qu'il a émis. Mais la comparaison des engagements entre les données nationales et les statistiques « miroir » issues de l'enquête CPIS fait apparaître des écarts non négligeables qui ont notamment pour origine la non-exhaustivité⁶ des participants à cette enquête. Ainsi, les données de l'enquête du FMI de 2007 concernant les engagements du Luxembourg vis-à-vis de l'étranger ont été sous-évaluées de 32 % par rapport aux engagements de même nature recensés dans la position extérieure du Luxembourg estimés à 2 151 milliards d'euros.

Selon les résultats de l'enquête CPIS 2007, le stock des titres luxembourgeois détenus par les non-résidents a été évalué à 1 455 milliards d'euros, soit une progression de 10 % par rapport à 2006. Plus de 68 % des titres luxembourgeois sont détenus par les pays membres de la zone euro, parmi lesquels l'Allemagne occupe la première place avec 323 milliards d'euros, suivie de l'Italie (254 milliards d'euros) et de la France (118 milliards d'euros). En dehors de cette zone, la Suisse et le Japon détiennent respectivement 105 et 67 milliards d'euros de titres luxembourgeois (Tableau 3).

A la fin de 2007, l'encours de titres luxembourgeois détenus par les non-résidents était composé à 80 % de titres de participation (1 168 milliards d'euros), principalement de parts d'OPC et à 20 % d'obligations (287 milliards d'euros). Le stock de titres de participation détenus par les non-résidents avait augmenté de 148 milliards d'euros en un an. Cette augmentation était due en grande partie aux acquisitions nettes, mais aussi aux effets de valorisation.

Tableau 3

Principaux détenteurs de titres émis par le Luxembourg (en milliards d'euros)

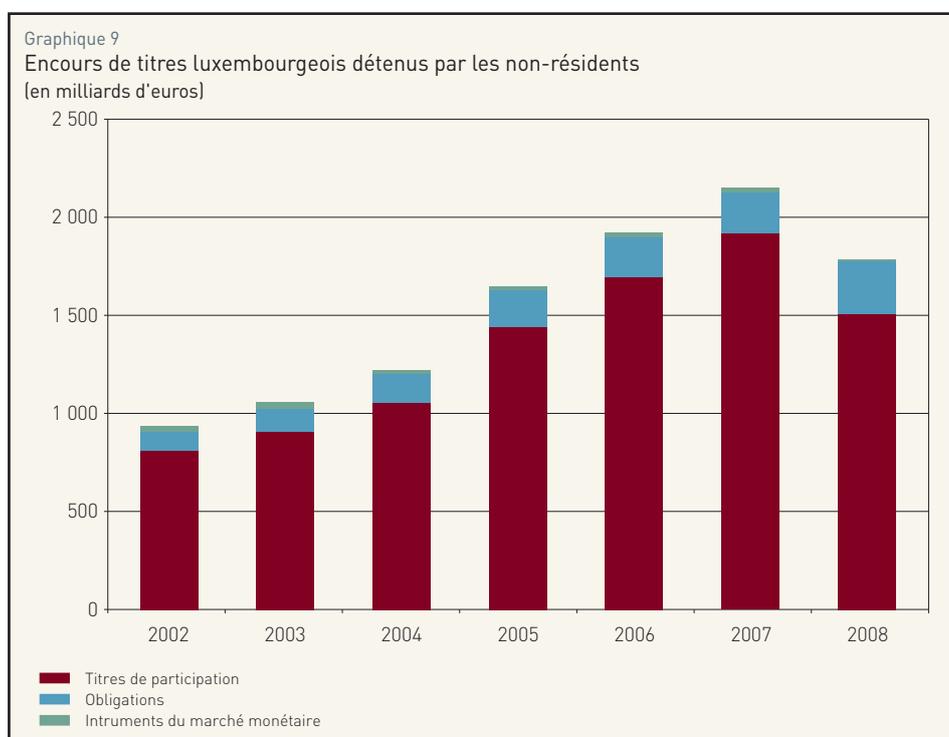
	Classement 2007	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007	Part 2007 en %
1	DE	117	118	136	165	209	273	323	22,22
2	IT	120	140	150	158	195	247	254	17,44
3	FR	35	37	40	50	74	94	118	8,12
4	BE	65	59	61	64	88	103	116	7,94
5	CH	83	78	84	88	97	99	105	7,22
6	JP	52	53	43	53	64	68	67	4,60
7	US	15	14	19	28	39	46	65	4,44
8	UK	25	25	31	40	53	67	59	4,04
9	NL	9	8	11	18	27	46	55	3,80
10	ES	8	12	16	27	39	49	45	3,12
	[*]	4	2	2	3	6	3	7	
	Autres pays	62	74	89	123	160	213	242	
	TOTAL	596	619	680	815	1 050	1 307	1 455	

(*) Réserves de change et Organisations internationales

6 La plupart des pays du Moyen-Orient et d'Afrique, ainsi que la Chine, n'ont pas participé à l'enquête. Selon le rapport annuel du Comité de la Balance des Paiements du FMI, il y avait environ 75 participants à l'enquête CPIS 2007.

1.4.2 La détention par des non-résidents de titres de portefeuille luxembourgeois

L'encours de titres de portefeuille émis par le Luxembourg et détenus par les non-résidents est estimé à 1 785 milliards d'euros fin 2008, après 2 151 milliards d'euros à la fin de l'année 2007. Cette réduction de 365,7 milliards (-17%) intervient à la fois suite au rapatriement de capitaux des non-résidents (-97,5 milliards) et suite aux effets négatifs de valorisation de 400 milliards (-18,6%). Comme pour les avoirs, l'impact négatif total aurait été plus élevé s'il n'y avait pas eu de révision à la hausse (132 milliards, soit +6%) de l'encours total, révision résultant d'un changement méthodologique dans les sources de données. Fin 2008, les engagements de portefeuille du Luxembourg se composent à 84% de titres de participation (contre 89% fin 2007), à 15% d'obligations (contre 9,7% fin 2007) et à 0,7% d'instruments du marché monétaire (contre 1,2% fin 2007).



Comme les années précédentes, le portefeuille des non-résidents en titres de participation émis par le Luxembourg reste dominé par les parts d'OPC qui en représentent 97% (soit 1 461 milliards sur un total de 1 506 milliards fin 2008). Ce portefeuille se contracte de 409,7 milliards en 2008, en partie suite aux rachats nets de parts d'OPC (99 milliards) mais aussi et surtout suite à un effet négatif de valorisation (-386 milliards, soit -20%).

Le portefeuille des non-résidents en titres de créance s'élève à 278,6 milliards fin 2008, en hausse de 44 milliards par rapport à la fin de 2007. L'encours d'obligations a été révisé à la hausse de 60 milliards à 266 milliards fin 2008. L'effet flux positif (10 milliards) s'est compensé dans les mêmes proportions que l'effet négatif de valorisation.

1.5 LES AUTRES INVESTISSEMENTS (DÉPÔTS ET CRÉDITS)

La position nette des autres investissements est excédentaire de 323 milliards d'euros fin 2008, en hausse de 74 milliards par rapport à la fin de l'année précédente. Cette évolution tient en grande partie à la prise en compte des contreparties des « nouvelles » émissions de titres obligataires recensées dans les engagements de portefeuille (voir encadré), et au contexte de crise caractérisée par un rapatriement net de capitaux (10 milliards d'euros) au Luxembourg.

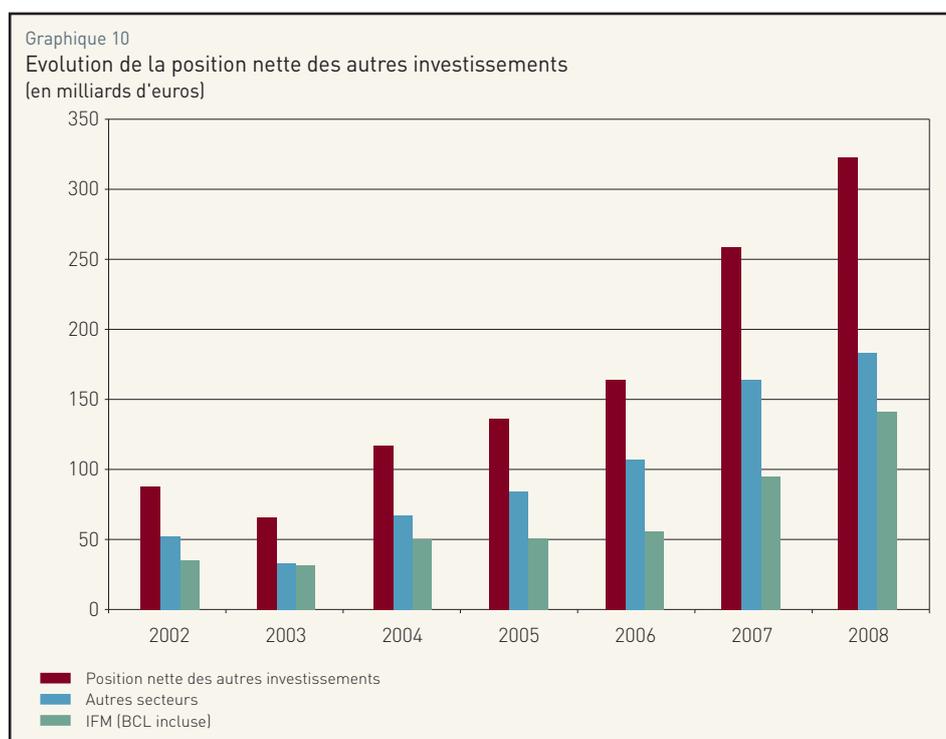
La position créditrice des institutions financières monétaires (IFM, y compris la BCL³) augmente de 46 milliards pour atteindre 141 milliards fin 2008. Les créances sur les non-résidents progressent de

³ La BCL a contribué à concurrence de 41 milliards à la position nette des autres investissements de toutes les IFM résidentes. Cette contribution se compose essentiellement des créances nettes vis-à-vis de l'Eurosystème résultant des opérations de politique monétaire et de la gestion du système des paiements TARGET.

46 milliards (8%) en atteignant 615 milliards fin 2008. Cette progression se partage en un effet flux de 30,7 milliards et un effet de change positif de 15 milliards. Les engagements des IFM restent stables à 474 milliards à la fin de 2008, l'effet flux négatif (rapatriement des capitaux de 12 milliards d'euros) ayant été compensé dans les mêmes proportions par l'effet positif de change.

Les dépôts et crédits des « autres secteurs », essentiellement les entités financières spécialisées et les OPC non monétaires, connaissent une progression très importante en 2008. L'encours de créances accordées aux non-résidents augmente de 95 milliards (15,5%) pour atteindre 708 milliards fin 2008. Cette hausse se partage en un effet flux négatif de 3 milliards d'euros (rapatriement de capitaux) et un effet positif combiné de change (14 milliards) et d'autres ajustements (78 milliards⁴). L'encours d'engagements de ces mêmes secteurs s'accroît de 77 milliards (17%) pour s'établir à 525 milliards à la fin de l'année 2008. Cet accroissement se partage en un effet flux positif de 50 milliards et un effet de change positif de 27 milliards (+6%).

La position nette créditrice des autres secteurs s'accroît de 18 milliards (+11%) en 2008 pour atteindre 183 milliards d'euros à la fin de l'année. Cette évolution est le résultat d'un effet positif de change combiné à un autre ajustement positif en contrepartie des émissions obligataires. Par ailleurs, les données montrent une hausse continue du nombre d'entités financières non-bancaires qui ont pour principal objectif la levée de fonds (sous forme d'émissions de titres de créance ou d'emprunts ordinaires), dont le produit est ensuite prêté à la maison mère ou aux autres entités du groupe. Ce phénomène est à la base de la forte corrélation observée entre l'évolution du déficit d'investissements de portefeuille et celle de l'excédent des autres investissements (voir graphique 1).



1.6 CONCLUSION

Le solde positif de la position extérieure du Luxembourg s'est nettement détérioré en atteignant 29,6 milliards d'euros à la fin de l'année 2008 contre 35,7 milliards à la fin de l'année 2007. Cette détérioration est le résultat d'importants effets négatifs de valorisation consécutifs à la baisse généralisée des cours boursiers dans le contexte de la crise financière internationale. Ces effets négatifs ont affecté davantage les avoirs financiers extérieurs que les engagements.

4 Ce montant correspond pour 60 milliards à la contrepartie de « nouvelles » émissions obligataires (voir encadré).



La valeur des actifs financiers étrangers détenus par les résidents s'est réduite globalement de 5,44 % en s'établissant à 3 920 milliards d'euros à fin décembre 2008. Subissant les mêmes effets négatifs, la valeur des engagements financiers extérieurs s'est contractée de 5,34 % pour s'établir à 3 890 milliards d'euros fin 2008.

La crise financière internationale n'a pas seulement affecté la position extérieure via la baisse généralisée des cours d'actifs qu'elle a induite mais aussi par des mouvements de rapatriement de capitaux dans le chef des investisseurs et par une modification de l'allocation de leurs portefeuilles. Les investisseurs ont ainsi globalement procédé à des ventes d'actions et d'obligations, tout en augmentant leurs placements dans les titres de dette à court terme.

Les effets négatifs de la crise sur les encours d'avoires et d'engagements bruts auraient été d'une ampleur plus importante sans changements méthodologiques dans les sources des données de base servant à la compilation des investissements de portefeuille. Suite à ces changements, les encours d'avoires et d'engagements financiers extérieurs ont été revus à la hausse, globalement à concurrence de 3 % (132 milliards d'euros). Les nouvelles sources ont trait à l'utilisation de la base de données centralisées des titres (CSDB) et du nouveau système de déclaration titre par titre (TpT) pour les investissements de portefeuille.

Outre la mise en évidence des facteurs explicatifs de la détérioration de la position nette telle qu'observée à la fin de l'année 2008, la présente analyse a montré la contribution de chaque sous-composante à cette évolution. Les déficits structurels dans les positions d'investissements directs et d'investissements de portefeuille se sont accrus pour atteindre respectivement 36,6 milliards et 262 milliards d'euros fin 2008. Ce sont ces deux composantes qui ont été affectées par la baisse généralisée des cours boursiers durant l'année 2008. Toutefois ces déficits ont été en grande partie compensés par une hausse du surplus dans les autres investissements qui a atteint 323 milliards d'euros.

2 RÉSUMÉ NON TECHNIQUE DU CAHIER D'ÉTUDE « BAISSÉ DU POUVOIR DE NÉGOCIATION DES TRAVAILLEURS ET HAUSSE DES PRÉRETRAITES EN EUROPE »⁵

Depuis la fin des années 60, le taux de participation des travailleurs âgés est en forte baisse dans la plupart des pays européens.⁶ Dans l'optique du vieillissement de la population et du paiement des pensions, ce faible taux de participation n'est évidemment pas sans risque. Le coupable traditionnellement pointé du doigt pour expliquer ce développement défavorable est la fiscalité qui, en taxant trop les revenus du travail et en les redistribuant généreusement vers les préretraites (et les retraites), n'incite pas les travailleurs à rester sur le marché du travail. Différents modèles, avec marché du travail parfaitement compétitif, ont déjà montré la pertinence de cette explication.

Dans ce papier, une autre explication potentielle est explorée, à savoir la baisse du pouvoir de négociation des travailleurs au cours des vingt ou trente dernières années. Cette baisse du pouvoir de négociation est bien documentée dans la littérature économique et peut être expliquée par l'érosion progressive du rôle des syndicats ou encore l'introduction des nouvelles technologies qui ont réduit l'importance du travail (et donc de son pouvoir de négociation) par rapport au capital.

Afin d'évaluer l'importance de cet argument, un modèle avec marché du travail imparfaitement compétitif (dans le cas d'un marché compétitif, le salaire est uniquement déterminé par l'intersection entre offre et demande de travail) est requis. Pour ce faire, le marché du travail avec 'search friction' de Pissarides (2000) est introduit dans un modèle à générations imbriquées, par ailleurs tout à fait standard à la de la Croix et Michel (2002). Trois générations coexistent («travailleurs juniors», «travailleurs seniors» et «retraités») et allouent leurs ressources entre consommation, épargne et legs. Sur le marché du travail, l'utilisation d'une fonction d'appariement (matching function) entre demandeurs et offreurs d'emplois est une façon simple de prendre en compte les difficultés d'appariement et d'expliquer la présence simultanée sur le marché de chômeurs de longue durée et d'offres d'emploi non satisfaites. Les entreprises et les travailleurs négocient les salaires selon leurs pouvoirs de négociation respectifs. Un autre point crucial du modèle est le choix endogène de participation des travailleurs âgés.

Il est montré qu'une baisse du pouvoir de négociation des travailleurs les incite à se retirer plus rapidement du marché du travail (effet d'offre) mais, d'un autre côté, stimule l'ouverture de nouveaux postes par les entreprises (effet de demande). Si l'effet d'offre est plus important que l'effet de demande, le résultat global est une hausse du taux d'inactivité. Afin de mieux appréhender l'effet total de la baisse du pouvoir de négociation, une simulation numérique est conduite en calibrant le modèle avec respectivement des données françaises et allemandes.⁷ La baisse du pouvoir de négociation explique ainsi 38 % de la hausse du taux d'inactivité en France et 18 % en Allemagne depuis la fin des années 60. Le modèle montre également que sans le vieillissement de la population, qui stimule l'épargne et donc la propension à rester sur le marché du travail, le taux d'activité serait encore plus faible qu'il ne l'est actuellement.

Ce papier (dans sa version Cahier d'Etudes) est purement descriptif et ne contient aucune recommandation de politique économique. Néanmoins, vu le rôle non négligeable de la perte de pouvoir de négociation sur la hausse de l'inactivité, on peut supposer qu'une politique économique visant à contrebalancer cette perte de pouvoir, comme par exemple une baisse du taux de cotisation des travailleurs, stimulerait l'offre de travail. Cette recommandation avait déjà été proposée dans un récent Cahier d'Etudes (Pierrard et

5 Note rédigée par Olivier Pierrard.

6 Cette baisse s'est cependant stabilisée depuis une décennie.

7 L'Allemagne et la France ont été choisies car ce sont les deux plus importants pays en Europe continentale, et également pour une question de disponibilité de données. On peut supposer que les résultats seraient similaires avec des données provenant de pays ayant connu des évolutions similaires, comme le Luxembourg, la Belgique, l'Autriche et l'Italie.



Sneessens, 2009) spécifiquement centré sur le Luxembourg. Il y est montré qu'une baisse immédiate de 10 points de pourcent du taux de cotisation des travailleurs (qui passait de 12 % au total, dont 8 % pour les pensions, à 2 %) de la classe d'âge 55-65 ans coûtait peu à l'Etat et augmentait le taux d'activité de quelque 15 points.⁸

Références

Bouchet M., 2006, "The sustainability of the private sector pension system from a long-term perspective : The case of Luxembourg", Cahier d'Etudes BCL, No. 6.

de la Croix, D., et P. Michel, 2002, "A Theory of Economic Growth : Dynamics and Policy in Overlapping Generations", Cambridge University Press.

Pierrard O. et H. Sneessens, 2009, "LOLA 1.0: Luxembourg Overlapping generation model for policy Analysis", Cahier d'Etudes BCL, No. 36.

Pissarides, C. (2000) "Equilibrium Unemployment Theory", MIT Press.

⁸ Voir également le Cahier d'Etudes de Bouchet (2003) pour une conclusion similaire.

3 RÉSUMÉ NON TECHNIQUE DU CAHIER D'ÉTUDE „DIE AUSWIRKUNGEN DER WIRTSCHAFTS- UND FINANZMARKTKRISE AUF LUXEMBURGISCHE UNTERNEHMEN : ERGEBNISSE EINER ERHEBUNG“⁹

Zahlreiche Arbeiten auf dem Gebiet der theoretischen und empirischen Wirtschaftsforschung belegen die große Bedeutung der Lohn- und Preisbildung für den Inflationsprozess. Die luxemburgische Zentralbank (BCL) hat aus diesem Grund zur Jahresmitte 2008 eine Erhebung zur Lohn- und Preisbildung bei in Luxemburg ansässigen Firmen durchgeführt. Im Rahmen dieser Erhebung wurden Firmen auch nach den grundsätzlichen Maßnahmen zur Anpassung an negative Angebots- und Nachfrageschocks befragt. Um die spezifischen Auswirkungen der aktuellen Wirtschafts- und Finanzmarktkrise und die tatsächliche Reaktion der luxemburgischen Unternehmen am konkreten Beispiel dieser Krise zu untersuchen, hat die BCL zur Jahresmitte 2009 eine kurze Anschlussenerhebung durchgeführt .

Die Antworten der mehr als 400 an beiden Erhebungen teilnehmenden Unternehmen zeigen, dass die aktuelle Wirtschafts- und Finanzmarktkrise für ungefähr 75% der Firmen negative Auswirkungen auf den Umsatz hat.¹⁰ Besonders betroffen sind Firmen in den Bereichen Industrie und Finanzdienstleistungen, wo der Anteil der negativ betroffenen Unternehmen bei mehr als 85% liegt. Im Gegensatz dazu gaben fast 40% der Firmen des Baugewerbes an, sie seien gar nicht betroffen. Der größte Teil der negativ betroffenen Firmen schätzte die Auswirkungen der Krise mit moderat oder stark ein. Betroffene Firmen im Bereich Industrie sowie Sonstige Dienstleistungen schätzten die Auswirkungen der aktuellen Krise deutlich stärker ein als Firmen anderer Sektoren.

Aus theoretischer Sicht stellt die aktuelle Wirtschafts- und Finanzmarktkrise für die Unternehmen in erster Linie einen großen negativen Nachfrageschock dar. Mehr als 80% der befragten Firmen bestätigen einen zumindest moderaten Einbruch der Nachfrage nach ihren Produkten und Dienstleistungen. Zwei von drei Firmen zum Beispiel berichten von moderaten oder großen Zahlungsschwierigkeiten ihrer Kunden. Ungefähr vier von zehn Firmen gaben an, Schwierigkeiten bei der Finanzierung zu haben. Im Gegensatz dazu gaben vier von fünf Firmen an, gar nicht oder nur marginal von Lieferschwierigkeiten betroffen zu sein.

Ein starker Rückgang der Nachfrage erfordert gezielte Anpassungsmaßnahmen bei den betroffenen Unternehmen. Hierzu zählen zum Beispiel i) Preissenkungen, ii) eine Verringerung der Gewinnmarge, iii) eine Verringerung der Produktion, der Aktivität oder des Angebotes und/oder iv) Maßnahmen zur Kostensenkung. Neun von zehn Firmen gaben an, Kostensenkungen seien wichtig oder sehr wichtig, um auf einen Nachfrageeinbruch zu reagieren. Damit ist sie die weitaus wichtigste Anpassungsmaßnahme. Zudem geht die Bedeutung der Kostensenkungen einher mit der Stärke des Nachfrageeinbruchs; Firmen, die einen starken Nachfragerückgang verzeichnen, legen mehr Wert auf Kostensenkung. Maßnahmen der Preissenkung, Senkung der Gewinnmargen oder Reduktion der Produktion sind dagegen im Vergleich zur Kostensenkung weniger wichtig. Der Anteil der Firmen, die diese Maßnahmen als wichtig oder sehr wichtig einstufen, liegt zwischen 25% und 33%. Diesen drei zuletzt genannten Maßnahmen wird zudem weniger Bedeutung beigemessen als in der ursprünglichen Erhebung im Jahr 2008, als Fragen zu den Anpassungsmaßnahmen in Folge eines Nachfrageeinbruchs eher hypothetischer Natur waren. Nur die Bedeutung der Kostensenkung wird in der Befragung von 2008 und von 2009 ähnlich hoch angesehen.

⁹ Von Patrick Lünemann und Thomas Mathä.

¹⁰ Alle Firmenangaben wurden entsprechend der Zahl der Beschäftigten in der Grundgesamtheit gewichtet. Die genannten Resultate sind damit repräsentativ für die Struktur der Beschäftigten der Gesamtheit der Firmen.



Grundsätzlich haben Firmen die Möglichkeit, sowohl arbeitsbezogene Kosten als auch nichtarbeitsbezogene Kosten zu senken. Mit fast 90 % ist die Verringerung der nichtarbeitsbezogenen Kosten die bei weitem wichtigste Maßnahme. Bei den Maßnahmen zur Verringerung der arbeitsbezogenen Kosten scheuen die Firmen davor, ihre Stammebelegschaft zu verringern und besonders davor, das Grundgehalt zu kürzen. 30 % der Firmen gaben an, die Reduktion der Stammebelegschaft sei wichtig oder sehr wichtig, während weniger als 5 % angaben, die Kürzung des Grundgehalts sei wichtig oder sehr wichtig. Im Gegensatz dazu fällt es Firmen leichter, befristete Arbeitsverträge nicht zu verlängern, variable Lohn- und Gehaltsbestandteile abzubauen oder Arbeitszeitanpassungen vorzunehmen. Diese Maßnahmen werden von ungefähr 60 % der Firmen als wichtig oder sehr wichtig erachtet. Arbeitszeitanpassungen werden vorwiegend über den Abbau von Überstunden vorgenommen (mehr als neun von zehn Firmen erachten diese Maßnahme als wichtig oder sehr wichtig), während die Einführung von Kurzarbeit nur von ungefähr 10 Prozent der Firmen als wichtig oder sehr wichtig angesehen wird. Für ungefähr die Hälfte der Firmen sind andere Maßnahmen, wie zum Beispiel die Einführung von flexiblen (Lebens-)arbeitszeitkonten von Bedeutung.

Trotz der jetzigen Wirtschaftskrise sehen Firmen im Allgemeinen davon ab, das Grundgehalt zu kürzen. Ein Großteil der Firmen versucht jedoch, das Grundgehalt zumindest einzufrieren (abgesehen von Gehaltsänderungen, die durch automatische Lohn-Indexierung ausgelöst werden). Ungefähr die Hälfte der Firmen gab an, dies sei bereits geschehen oder noch geplant. Die wichtigsten Gründe, warum selbst in der jetzigen Wirtschaftskrise von der Senkung des Grundgehalts abgesehen wird, sind vor allem bestehende Arbeitsmarktbestimmungen/ Tariflohnverträge, sowie die Befürchtung einer schlechten Stimmung und eines geringeren Arbeitseinsatzes der Belegschaft. Ein weiterer wichtiger Grund ist die Befürchtung, die besten Arbeitskräfte könnten das Unternehmen verlassen. Jeder dieser Gründe wird von mehr als sieben von zehn Firmen als wichtig oder sehr wichtig erachtet, um von Senkungen des Grundgehalts abzusehen.

Befragt nach der Inanspruchnahme staatlicher Maßnahmen, um einen Stellenabbau oder Gehaltskürzungen zu vermeiden, gab die überwältigende Mehrheit der Firmen an, staatliche Maßnahmen nicht in Anspruch zu nehmen oder nehmen zu wollen.

4 RÉSUMÉ NON TECHNIQUE D'UN CAHIER D'ÉTUDE « SPÉCIALISATION, FILIALES ET SUCCURSALES DE BANQUES ÉTRANGÈRES AU LUXEMBOURG : UNE ANALYSE DES COMPTES FINANCIERS »¹¹

Cette étude analyse les comptes financiers des banques luxembourgeoises afin de répondre à différentes questions. Est-ce que les banques luxembourgeoises se spécialisent dans différents domaines d'activité? Est-ce que la structure de spécialisation a changé à travers le temps? Considérant la présence importante de banques étrangères au Luxembourg, est-ce que les filiales et les succursales ont choisi une forme de spécialisation différente? A travers le temps, est-ce que la différence entre filiales et succursales a diminué ou augmenté?

En 1995, au début de notre échantillon, il y avait 220 banques au Luxembourg dont 146 étaient des filiales de banques étrangères, 70 étaient des succursales et 4 étaient des banques domestiques. Les filiales représentaient 78,95% de la somme des bilans, les succursales 15,70% et les banques domestiques seulement 5,35%. En 2007, le nombre de banques a diminué de 156, dont 43 filiales, 108 succursales et 5 banques domestiques. La somme des bilans a augmenté à un rythme annuel moyen de 6,34% pour la période sous revue et en 2007 les filiales représentaient 80,56% de la somme des bilans, les succursales 14,2% et les banques domestiques 5,24%.

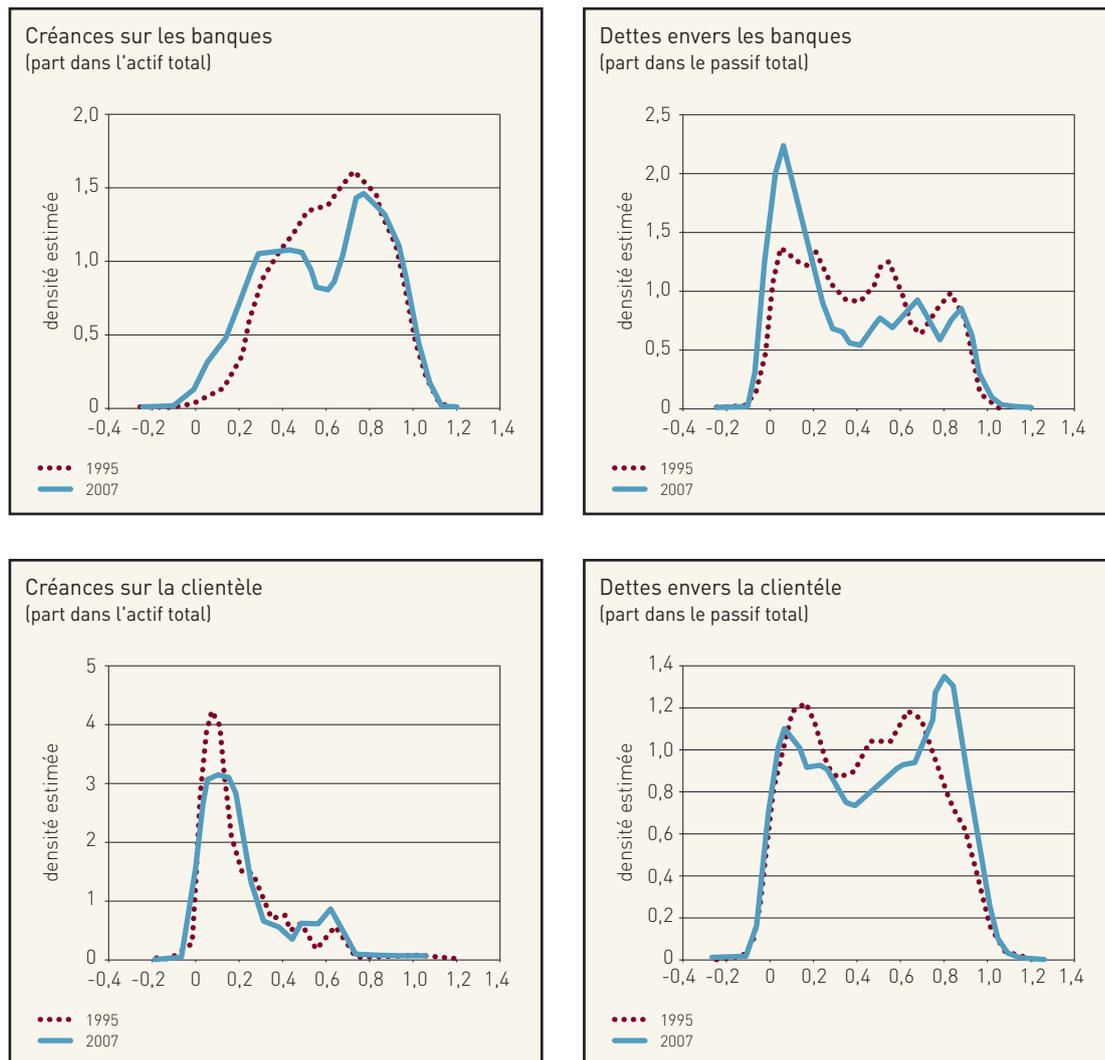
La présence de banques étrangères au Luxembourg s'explique par différents développements historiques. La place financière a connu un essor initial avec l'activité de syndication de prêts internationaux, ensuite la création des marchés euro-obligataires et en eurodevises ont fourni un élan supplémentaire (OECD, 2008). Plus tard, la place financière a développé son expertise dans la gestion de patrimoine. Enfin, elle est à présent le plus grand centre en Europe pour la domiciliation des fonds d'investissement (IMF, 2009). A l'image de plusieurs autres centres financiers, elle donne un rôle important au marché interbancaire. Ceci est en partie le reflet d'opérations intra-groupe, vu que des banques étrangères utilisent leurs filiales et succursales au Luxembourg pour gérer leurs liquidités. Plus généralement, le Luxembourg a attiré des banques étrangères qui cherchent à tirer profit d'une structure de régulation adaptée, d'une stabilité politique, du multilinguisme de la main-d'œuvre locale et de l'agglomération d'expertise spécialisée dans la comptabilité et les services juridiques. Cependant, le « modèle » bancaire luxembourgeois se trouve actuellement face au défi lancé par l'harmonisation croissante de la régulation au niveau européen (et international) et par la pression visant à rétrécir les niches de souveraineté. Les banques luxembourgeoises ont réagi à ce défi en encourageant l'innovation afin d'améliorer la qualité de la gamme de produits et services financiers qu'elles offrent. Ces changements pourraient conduire à des ajustements de la structure des bilans et des comptes de profits et pertes des banques de la place.

La distribution à travers les banques de différentes composantes des comptes financiers est analysée. L'hétérogénéité de la population des banques peut engendrer des distributions asymétriques ou caractérisées par plusieurs pics. Il est donc nécessaire d'avoir recours à des estimateurs non-paramétriques appropriés pour évaluer ces distributions. D'ailleurs, pour permettre une comparaison valable de telles distributions entre différentes années (ou différents sous-échantillons à un moment donné), il faut également s'appuyer sur des tests non-paramétriques adaptés qui se basent sur la technique du « bootstrap » (Silverman, 1986, Sheather and Jones, 1991, Li, 1996, Simar and Zelenyuk, 2006). Des tests inspirés par les techniques appliquées dans la littérature étudiant la croissance économique, sont mis en place pour identifier la convergence ou la divergence, en appliquant les méthodes de Quah (1996). Les résultats suggèrent que la structure de spécialisation des succursales a convergé vers celle des filiales pour ce qui est des créances interbancaires mais pas pour les prêts

11 Note rédigée par Claudia Curi, Paolo Guarda, Valentin Zelenyuk.

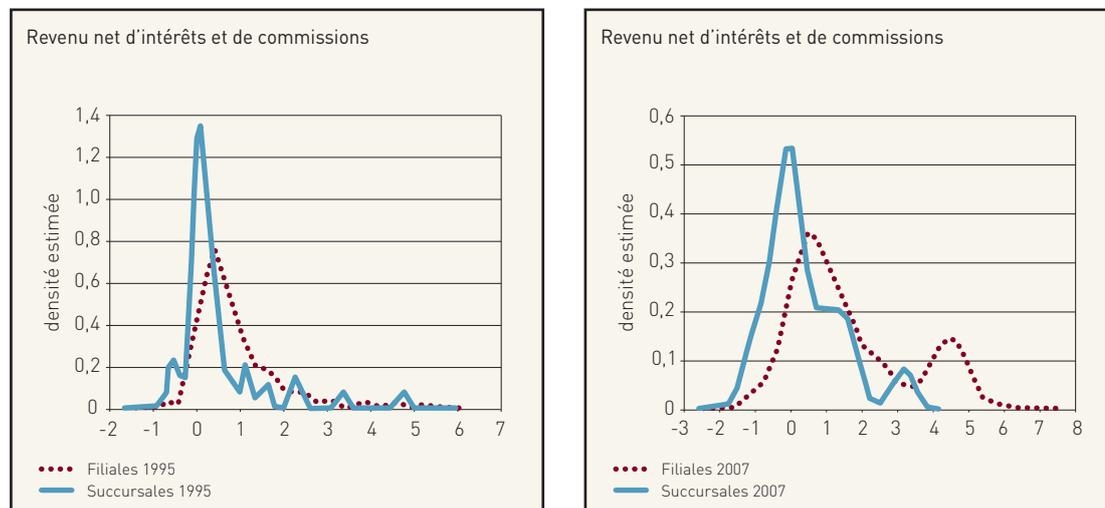
interbancaires. Dans la suite, l'analyse est centrée sur quatre domaines d'activité bancaire : créances/prêts interbancaires, créances/prêts avec la clientèle, obligations détenues et revenus des commissions. Les deux premiers domaines (marché interbancaire et activité avec la clientèle) représentent le noyau des activités bancaires traditionnelles. Pour ces variables, les distributions estimées à travers les banques apparaissent au graphique suivant.

Graphique 11
 Activités traditionnelles - distributions estimées en 1995 (lignes en pointillé) et en 2007 (lignes continues).



Graphique 12

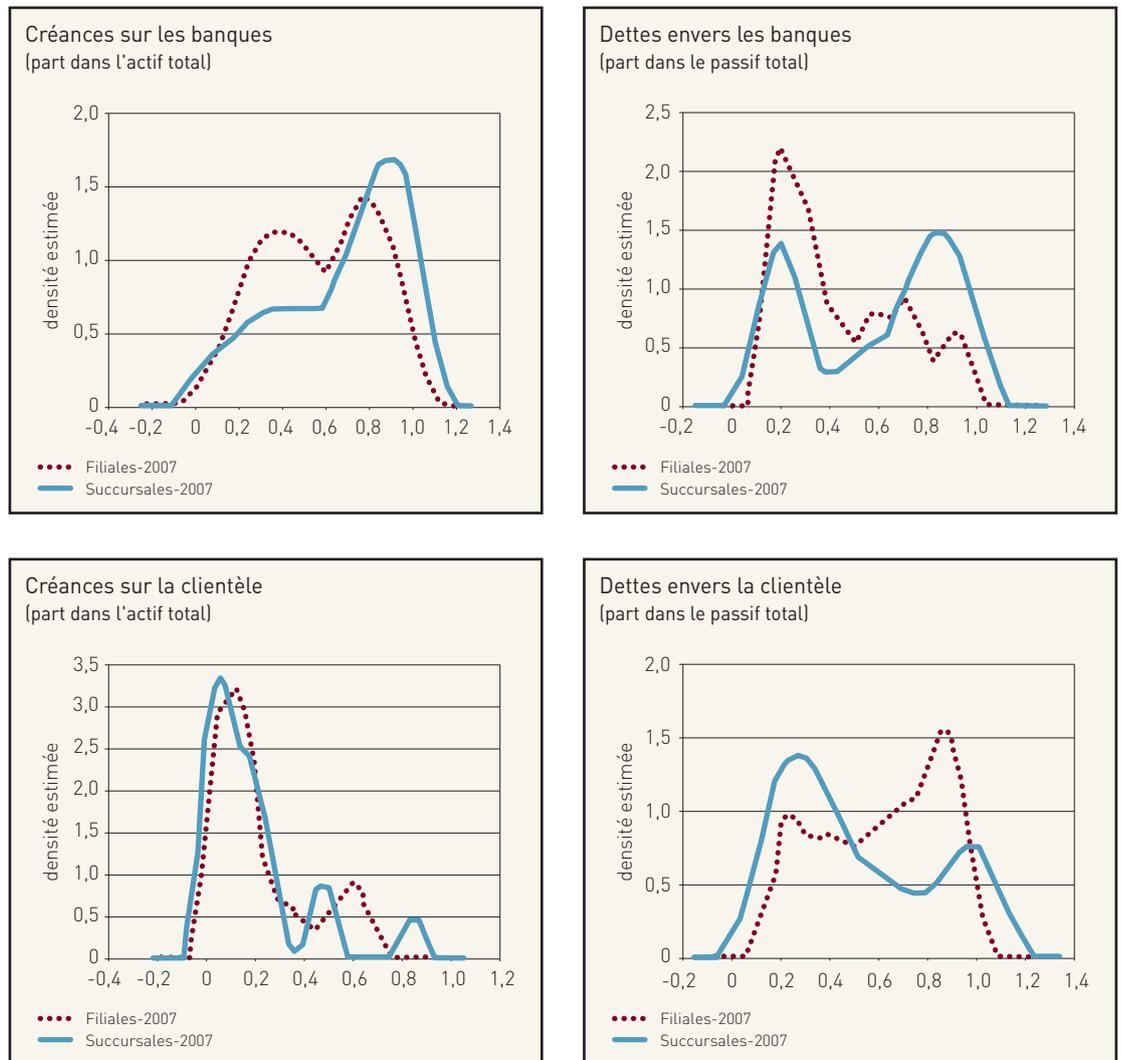
Revenu net d'intérêts et de commissions - distributions estimées pour les filiales (lignes en pointillé) et les succursales (lignes continues)



- Activité interbancaire :** Entre 1995 et 2007, les banques ont maintenu une forte activité dans le marché interbancaire, même si la distribution semble s'être étalée vers la gauche. Selon le test de Li (1996), la distribution des créances aux établissements de crédit n'a pas changé significativement, tandis que des changements significatifs sont détectés pour la distribution des dépôts interbancaires (Graphique 11). Quand la même analyse est appliquée séparément aux filiales et succursales, aucun changement significatif n'apparaît pour les succursales, mais pour les filiales il y a un changement significatif à travers le temps dans la distribution des dépôts interbancaires. La distribution initiale des prêts aux établissements de crédit est différente entre les filiales et succursales, mais les deux deviennent plus semblables à travers le temps, suggérant une forme de convergence. Ceci pourrait signifier que les banques étrangères utilisent le marché interbancaire au Luxembourg afin de gérer la liquidité des maisons mères.
- Activité avec la clientèle :** Par rapport à 1995, à la fin de l'échantillon, les banques ont augmenté leurs activités avec la clientèle aussi bien en termes de dépôts qu'en termes de créances, étant donné qu'il y a un mouvement statistiquement significatif vers la droite des deux distributions (Graphique 11). Pour les filiales, les deux distributions ont changé entre 1995 et 2007, mais pour les succursales le changement a été significatif seulement pour la distribution des créances vers la clientèle. Ceci fournit des indications de divergence entre filiales et succursales du côté des prêts.
- Obligations :** Entre 1995 et 2007, la distribution des obligations détenues à travers les banques s'est déplacée significativement vers la droite, notamment dû à une augmentation des obligations publiques. Celle-ci pourrait être destinée à compenser l'exposition au risque et augmenter la liquidité. Les filiales détiennent significativement plus d'obligations publiques par rapport aux succursales d'une taille comparable. Leur distribution a changé significativement entre 1995 et 2007, tandis qu'aucun changement n'est détectable pour les succursales.
- Revenus des commissions :** Entre le début et la fin de l'échantillon, des changements statistiquement significatifs sont intervenus pour les filiales, tandis que pour les succursales les changements ont été plus contenus (Graphique 12). Les filiales semblent avoir augmenté fortement leur activité dans ce domaine, étant donné le déplacement vers la gauche de la distribution. Les différences par rapport à la distribution des succursales ont augmenté significativement à travers le temps, indiquant une forme de divergence.

Graphique 13

Distributions estimées de l'activité interbancaire et avec la clientèle en 2007 pour les filiales (rouge) et les succursales (bleu)



En somme, le plus important glissement vers la droite des distributions pour les filiales indique qu'elles ont peut-être adopté une stratégie de diversification plus accentuée que celle des succursales. En effet, les succursales semblent avoir limité leur activité principalement à la récolte de fonds à travers le marché interbancaire. Seulement pour l'activité bancaire traditionnelle (créances vers la clientèle et dépôts de la clientèle), la distinction entre filiale et succursale semble s'estomper. Ainsi, il y a indication de divergence entre filiales et succursales pour les distributions des dépôts interbancaires et des dépôts de la clientèle (Graphique 13).

Une possible explication réside dans la plus grande intensité du facteur emploi nécessitée par l'activité avec la clientèle par rapport à l'activité interbancaire. Etant donné que les succursales ont généralement moins de personnel (et ont souvent recours à l'achat de services des filiales avec plus de personnel), ceci pourrait expliquer l'apparente divergence. Cette différence pourrait également expliquer pourquoi le niveau d'obligations détenues et les revenus de commissions sont moins importants pour les succursales.

Références:

Cerruti, E., Dell’Ariccia, G., Peria M.S.M. (2007) How banks go abroad : Branches or subsidiaries? *Journal of Banking and Finance*, 31, 1669-1692.

IMF (2009), Luxembourg : Staff Report for the 2009 Article IV Consultation.

Li, Q. (1996). Nonparametric testing of closeness between two unknown distribution functions, *Econometric Reviews*, 15, 261-274.

OECD (2008) Luxembourg, *OECD Economic Surveys*, volume 2008/12.

Quah, D.T. (1996), Twin peaks growth and convergence in models of distribution dynamics, *The Economic Journal*, 106, 1045-1055.

Sheather SJ, Jones MC (1991), A reliable data based bandwidth selection method for Kernel density estimation. *Journal of the Royal Statistical Society*, 3, 683-690

Schich S. (2008), *Financial Turbulence : Some Lessons Regarding Deposit Insurance*, OECD.

Simar L, Zelenyuk V. (2006), On testing equality of distributions of technical efficiency scores. *Econometric Reviews*, 25(4), 497-522.

Silverman BW (1986), *Density estimation for statistics and data analysis*. Chapman and Hall, London.